

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2296号 2016年02月15日 (月曜日)

## 《 Zhou Xiaochuan plays down forex fears 》

今週の最大のポイントは中国市場のリオープンです。春節明け。上海などのマーケットが取引を再開し、そして早々の月曜日に「1月の中国貿易統計（中国税関総署）」が発表される。この貿易統計は中国の経済統計の中では比較的信頼できるものであり（なぜなら相手があるから）、中国経済の最新の姿が推測出来る。一方でアメリカ市場はプレジデントデーで月曜日は休場。先週のマーケットは金曜日に日本のマーケットが株安・円高で終わった後に、欧州、そしてアメリカ市場で株反発（円は反落）の中終わっているが、今週はのっけからその持続力が試される。

「長い休みからの再開」に備えたと思える動きも見られる。中国の先週のお休みの一週間は世界のマーケットの大波乱の時だったが、中国の当局も”波乱”を警戒したのだろう。実に久しぶりに中国人民銀行の周総裁が本土の有力金融雑誌である財新（Caixin）とのインタビューに応じ、その中味が今朝の世界の各メディアに取り上げられている。FT の関連記事の見出しは「China central bank governor Zhou Xiaochuan plays down forex fears」というもので、同総裁がいくつか指摘している点は

1. 中国経済に対する信認の欠如によって確かに資本流出はあったが、その流出額は通常の貿易や投資の額に比べればそれほど大きくない (there are capital outflows due to a lack of confidence in the economy but the number is not very large compared with the volume of normal trade and investment)
2. 中国の外貨準備の減少に対する懸念は行き過ぎているし、人民元が今後も減価するとの見方に根拠はない (central bank governor played down concerns over the country's falling foreign reserves and said he saw no basis for continuing depreciation in the renminbi)
3. 外貨準備が増減するのは、中国経済のファンダメンタルズが問題を抱えていない限り通常の事であり、現時点では国境をまたぐ資本の流れの水準は通常範囲に収まっている。我々は資本流出と資本逃避を区別しなければならない (Mr. Zhou dismissed speculation that Beijing would tighten capital controls. “It is normal for foreign reserves to rise and fall as long as the fundamentals face no problems,” he said. “At the moment the level of cross-border capital flows is within the

normal region.” He added: “We need to differentiate between capital outflow and capital flight.”)

4. 中国の戦略の中に「輸出振興の為の人民元の一段引き下げ」はない。2015年の中国の純貿易黒字は6000億ドルに近く、GDPに対する純輸出の寄与度は低くはなく、故に輸出拡大の為に人民元を切り下げる動機がない (Mr. Zhou stressed that Beijing’s strategy did not include further devaluations to boost exports. “The total trade surplus in 2015 was close to \$600bn and net export’s contribution to GDP was not low so there’s no motive to depreciate the renminbi for the sake of net export expansion)
5. 中国は人民元を標的としている”投機筋”を非難する。中国はこうした投機筋の思惑がマーケットを支配するのを許さない ( He condemned “speculators” for targeting the renminbi, adding that “China will not let market sentiment be dominated by these speculative forces”)

この周総裁の言葉がどのくらい説得力があるかは大いに疑問だが、中国の当局としては「マーケットとの対話を試みた」と言えるかも知れない。だから世界中のメディアに今朝は彼の言葉が流れている。FTは「総裁は中国の為替レート政策を語る上ではもっとも重要な時を選んだ」とのアナリストの言葉を引用している。しかし今年1月だけで推定で1130億ドルが中国から流出し、中国の外貨準備がここ4年で最低の水準に落ち込む中、「中国経済のファンダメンタルズに問題がない」と言われても説得力は乏しいと言える。

周総裁の中国市場再開に際しての市場沈静化発言があったにも関わらず、今週の市場は資本流出の動き（中国からの）がどの程度になるのか、そして人民元の対外相場がどのような動きをするのかに強い関心を示すだろう。なお中国に関して今週は「1月の消費者物価・卸売物価」の数字も出る。この数字は中国経済の体温を測れるという意味でも興味深い、低インフレが続く先進国のみならず、途上国のインフレ環境がどのようになっているかが分かるものとして注目される。

#### 《 Fed looked at the legality of negative interest rates in 2010 》

先週はイエレンFRB議長の議会証言があり、日銀のネガティブ金利導入後の世界的なマーケットの混乱の中での証言だったので、中味が注目された。ただし「3月には利上げはしません」なんて言うわけではないので、どの程度環境の変化をFRBの政策に取り入れる用意があるのか、という点がポイントだった。全体的印象としてはマーケットの大きな混乱の中で、またアメリカの物価上昇環境も整ってこない中で、「利上げの先送り」を示唆したと受け取られ、それがドル・円相場の大きな下落に繋がった。

しかし筆者がとっても興味深く思ったのは、ネガティブ金利に関する彼女の発言。この発言は新聞の見出しでは「Legal and practical obstacles make negative rates unlikely,

but Janet Yellen suggests such a move is possible」(WSJ) となっている。つまり「アメリカでもネガティブ金利（日本ではマイナス金利と呼ぶ）は可能だ」と彼女が言ったと。何せ今の世界では全 GDP の五分之一を持つ国（欧州主要国と日本）がネガティブ金利を実施している。今朝の CNBC の記事を参考に整理のために挙げておくと

- Bank of Japan: Rate is minus-0.1 percent for some reserves
- Danish National Bank: Deposit rate is minus-0.65 percent
- European Central Bank: Deposit rate is minus-0.3 percent
- Swedish National Bank: Main interest rate is minus-0.5 percent
- Swiss National Bank: Main interest rate is minus-0.75 percent

となっていて、確かに「既に数多い」という印象がするし、この CNBC の記事 (Next country with negative rates could be… どの国が次にネガティブ金利導入か ?) には「カナダ」「ノルウェー」「イスラエル」「イギリス」「チェコ共和国」の名前が挙がっていた。

ではアメリカはどうか。イエレンさんの証言によれば、アメリカは既に 2010 年に実施云々ではなく「ネガティブ金利を実施することがアメリカの法律から見て合法かどうか調べた」らしい。しかし確かな結論には達しなかったと彼女は言う。「The Fed looked at the legality of negative interest rates in 2010 but didn't reach firm conclusions, Ms. Yellen said Wednesday.」

何が問題だったのか。WSJ は以下のように指摘する。「The 2006 law granting the Fed that authority says depository institutions “may receive earnings to be paid by the Federal Reserve.” That language— “to be paid” —might prevent the Fed from charging interest on deposits without new legislation from Congress. 」

確かに金融機関が「金融機関が FRB に手数料を支払う」となると、「to be paid (金融機関は FRB に払って貰える)」とは真逆になる。「法律を変えれば」ということになったのだが、そこまでは話は進んでいないらしい。さらに面白かったのは、「The Fed faces more practical barriers, too. Fed computer systems for calculating interest on reserves don't allow for negative rates, though they could be modified, according to an internal Fed memo from 2010 that was authorized for public release late last month.」という点。FRB のコンピューター・システムがネガティブ金利を拒否する（想定せず）というところが面白かった。これも改修可能だが。

ということは、日銀のネガティブ金利導入にはこういる法的、システムの制約はなかったのか、ということになる。実際の問題は、「Negative rates also could pinch bank profits and the \$2.7 trillion money-market fund industry that households and corporations rely on as a place to keep money readily accessible.」ということで、これは既に日本の銀行・証券業界で大きな問題となっている。アメリカは日本より遙かに規模の大きい MMF

や MRF のマーケットを持つ。これはネガティブ金利導入には大きな障害になる。

### 《 New framework 》

先週のマーケット全体に関する筆者の見方を記すと「枠組みが壊れている」というものだ。確かに世界的な株安・円高の流れは、金曜日の日本の市場が閉まった後に海外市場で止まった。円は 113 円台に戻り、欧州株高のあとニューヨークの株価は 313 ドル、約 2% の上昇となった。原油相場も 10% 以上値上がりし、1.55% まで低下した米債券利回りも 1.75% まで上昇した。やっとな「歯止め」がかかった状態だ。

しかしそもそもなぜ最近のマーケットはこれほどまでに不安定化しているのか。筆者は「枠組みが崩れたからだ」と思っている。その枠組みとは現実のそれでもあるし、我々の思考の枠組みでもある。

1. 世界人口は増え続けており、石油、食糧を含めて資源価格は上昇を続ける
2. 人口 13 億人、世界第 2 位の GDP になった中国は共産党がしっかり管理しており、世界経済のエンジンだ
3. 中国が駄目でも世界経済には経済好調で利上げにも踏み切ったアメリカがある。世界経済においては常にどこか経済好調の大国がある
4. 世界経済に問題が起きたときには政府や中央銀行が何かをして景気の浮揚をはかるし、リーマンショックの後の世界の銀行組織はしっかりしている

これらの枠組み、前提はガタガタと崩れたと言える。シェール・オイルというエネルギー生産革命によって原油などの供給は急増し、世界的に資源価格は急落、その結果サウジ、ロシア、ブラジル、ベネズエラなどの産油国は窮地に追い込まれた。これらの国に加え中国での需要減退によって一次産品価格全体が低迷した。世界は予想もしなかった新たな資源デフレ圧力に直面した。

大きかったのは中国の迷走だった。何せ図体が大きいから、この国の振る舞いは世界経済を揺さぶる。しっかりと共産党が管理し、善し悪しの問題は別にして「中国の事は共産党が取り仕切っている」と思っていたら、景気悪化に対して手も打たず、株式市場対策はおぼつかなく、国内からの資金流出の影響で外貨準備の大幅減に見舞われた。かつ企業の外貨建て債務の急増にも打つ手を示していない。つまり今までは世界経済のエンジンと見なされていた国が、急に「世界経済の不安源」になった。周総裁の発言でも、この不安は消えていない。

ならば「この国がある」と世界が頼りにしたアメリカは、FOMC の年明け最初の会合で「経済は鈍化した」とあっさり認めた。指標にはそれを示す数字が多かった。そして日本は黒田日銀総裁が「やらない」と繰り返言っていたマイナス金利政策を突如敢行。市場を驚かせたまでは良かったが、それが「日銀も手詰まりなのではないか」「これからの銀行・証券

業界は大変なことになる」という見方に短時間で変わり、政策そのものが「日本市場の枠組み」を毀損したし、十分な説明もなかった。さらにマイナス金利を日本よりも先んじて実施していたヨーロッパでは、ドイツやフランスなどの銀行株価が急落に見舞われた。マイナス金利政策で収益力が落ちていたからだ。

金曜日の海外市場で株価下落、円高に歯止めがかかったのは、それらを打ち消すいくつかの材料が出たからだ。アメリカの1月の小売売上高は予想を上回って先行き懸念は幾分和らいだし、産油国による協調減産の見方が出で原油相場も10%以上値上がりした。加えて言うならば、相場には相場の力がある。下げすぎれば、当該企業が社会的役割を果たしている限りその価値の象徴である株価には「これ以上には下がらない」という限界がある。PBR（株価純資産倍率）の「1」はその一つの目安だろう。だから下げる相場も必ずいつか反発する。今はその時期かもしれない。

ただし問題は、市場を取り巻いていた枠組みが壊れたら新たな枠組みを作らなければならないし、その新しい枠組みを投資家も政策当局もよく消化する必要があるということだ。それが無いといつまでも「不安心理」が強く残る。恐らくそれには、国際協調の枠組みの再構築、目標とする経済の形の再検討、財政・金融政策の一体化が含まれる。それらを急がなければならない。

今のG7には世界第2位の中国が入っていない。やはりこれは問題だ。世界のマーケットが安定するためには主要各国が役割を分担する必要がある。中国の役割は大きい。やはり世界全体で「借金が異常に膨らんだ経済」の問題点を洗い出すべきだ。特に中国企業の外貨建て債務の大きさは是正の必要がある。アメリカは利上げ政策を中断、または見直すべきだ。世界の中銀が軒並み「2%の物価上昇」を目指していることの妥当性も検証の必要がある。その中で日本はもう一度「構造改革」「規制緩和」それに有効な財政政策を進め、金融政策依存を抜け出す必要がある。

それらに早急に着手出来るかどうか、今の危機からの脱出の糸口だと思う。

-----

今週の主な予定は以下の通り。

- |             |   |
|-------------|---|
| 02月15日（月曜日） | 10～12月期 GDP 速報値<br>国際1月の中国貿易統計（中国税関総署）<br>12月第3次産業活動指数<br>インド1月卸売物価<br>ユーロ圏12月貿易収支<br>休場=アメリカ市場（プレジデントデー） |
| 02月16日（火曜日） | 1月マンション市場動向<br>1月訪日外国人客数<br>独2月ZEW景気予測指数<br>米2月ニューヨーク連銀景気指数   |

0 2月17日（水曜日）	米2月 NAHB 住宅市場指数 12月対米証券投資 12月機械受注 15日時点の給油所の石油製品価格 英10~12月失業率 米1月住宅着工 米1月卸売物価 米1月鉱工業生産
0 2月18日（木曜日）	米 FOMC 議事要旨 日本1月貿易統計 オーストラリア1月雇用統計 中国1月消費者物価・卸売物価 マレーシア10~12月期 GDP 米2月フィラデルフィア連銀製造業景気指数 米1月コンファレンスボード景気先行指数 EU 首脳会議(~19 ブリュッセル)
0 2月19日（金曜日）	1月百貨店売上高 1月粗鋼生産 英1月小売売上高

### 《 have a nice week 》

天候状態がガラッと変わった週末でした。春一番が吹いたのですから納得ではあるのですが、それにしても日曜日は暖かかった。薄手のシャツ一枚で全く問題がなかった。また寒くなるそうで、温度の変化が激しい。お気を付け下さい。日曜日は「いま世界は」（テレビ朝日 BS）だったのですが、驚いたのは番組スタッフ間でのインフルエンザの蔓延。同じ部屋で仕事をしているかららしいのですが、皆さんマスクでちょっと異様でした。

-----

先週で一番記憶に残ったのは「重力波を初観測」ではないでしょうか。金曜日の朝。日本では全紙が一面トップ。珍しい。で、海外の新聞はどうかと思って見たら、あまり大きくは扱っていない。無論一面マターではあるが。「日本人は世界の中でも科学が好きなんだ」と思いました。たまたま金曜日の朝は TBS ラジオのスタンバイ（午前6時半から）で、当然「重力波を初観測」（全紙一面トップ）のニュースを一つ取り上げました。一番のポイントは日経の「アインシュタインの予言を実証」という日経記事にある「遠方の天体から届いた重力波は、それが発生した時の天体の状態をそのまま記録している。重力波を調べれば、138億年の宇宙の歴史がわかると期待されている。これまで未解明だった誕生直後の原始宇宙やブラックホール誕生の様子などを、重力波を通じて見ることができる」という点だと思

う。

つまり重力波を研究する新たな天文学が確立できる可能性があると言うことで、それが出来れば「我々が今ここに至るまでの宇宙138億年の過程（爆発、生成、膨張... 生命誕生...）をもしかしたら全て迎えられる」と言うことです。なぜなら「重力波はそれが発生した時の天体の状態をそのまま記録している」（まあ大きな動きだけでしょうが）からで、そこで日本が一番乗り出来なかった（観測で）のは残念だが、新たな学問の領域が開け、それでいろいろな事が分かる、というのは素晴らしいことと思いました。

それにしてもアインシュタインという人の凄さを改めて思わせる。彼が重力波の存在を理論から推定した宇宙像によって公表したのはちょうど100年前の1916年。「ぴったし100年というのは」ちょっとできすぎじゃないか、とも思うが、実際に存在するのに100年かかる推定（理論的）をしていたとは。でもどうやって。NHKのサイトには「長さ4キロメートルの2本の長大なパイプをL字型に組み合わせ、そのパイプの中を真空に保っている施設で、アメリカの西部ワシントン州と南部ルイジアナ州の2か所に同じ施設が2つあります。2つの施設では、パイプの中でレーザー光線を照射していて、その光線が往復する時間に僅かな変化があると、それが重力波による変化である可能性が高いとされ、同じ変化を2か所の施設で同時に観測して互いに検証することで重力波かどうかを判定できるということです。」とある。

今回重力波を観測したアメリカのLIGO（らいご）という施設に関する記述ですが、実は日本もKAGRAという施設（岐阜県 神岡鉱山）を昨年秋にほぼ完成させていた。アメリカ同様に巨大なもので、「今年の3月にも観測開始の予定」だったと言う。惜しい。多分アメリカがなぜ東と西に作ったかという、「重力波の方向」を調べたかったのでしょう。しかし日本のそれが稼働し、重力波の存在が検証できれば、その段階で地球のかなり離れた場所から同じ重力波を観測することが出来るかも知れず、そうすればより方向がはっきり分かる。ナイス。

ようわかりませんが、「最近ではもっともワクワクするニュースだ」と思って、ちょっと興奮気味に解説してしまいました。だって今までの宇宙の辿った道が分かれば、「宇宙と地球の今後がある程度予想できる」ということになる。気の遠くなるような、そして少し恐ろしい話ですが。

それでは皆様には良い一週間をお過ごし下さい。

《当「ニュース」は三井住友トラスト基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、三井住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したのですが、正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》